

POLA RETURN PORTOFOLIO WINNER-LOSER DI BURSA EFEK INDONESIA

Mery Julianti

mery_julianti799@yahoo.co.id

Abstract

The main of this research is to find patterns that form in the return stock portfolios winner and loser stocks in LQ45 Index from October 2009 to February 2016. The pattern can be random walk, reversal and momentum. The result is expected to be a reference for investors to decision investment in the capital market. The data analysis technique used is to divide the stage into two stages, namely stages of formation stock portfolios winner and loser stocks and stock portfolios winner-loser testing stage. Then from test results tested significance level by using different test techniques paired sample t-test.

This research found that in the period of short-term showed results that are not consistent with the hypothesis would be found of a reversal pattern and the results were not significant. In the mid-term test period although that result is positive returns consistent with the hypothesis but the significant results of testing three months showed no significant results. In the test period of 6 months and 12 months found the pattern of momentum. And for a period of long-term testing found no reversal pattern that has been formulated previously. Momentum patterns that actually found in the long-term period.

From the results of this research can be concluded that the return pattern formed is still random walk, only the testing period of 6 months, 12 months and 36 months were found patterns of momentum.

Keywords: portfolio strategy, winner-loser, reversal, momentum, random walk

Pendahuluan

Saham merupakan salah satu komoditi yang diperdagangkan dalam pasar modal. Seperti perdagangan pada umumnya bahwa harga adalah faktor yang cukup penting untuk dipertimbangkan oleh para pelaku pasar modal. Oleh karena itu harga saham menjadi hal yang penting untuk diprediksi dan dianalisis agar dapat memberikan *return* yang positif dan tinggi. Dari hasil analisis inilah yang akan menjadi faktor penentu bagi para pelaku pasar dalam mengambil keputusan investasinya. Selain itu strategi investasi yang digunakan untuk menghasilkan *return* juga perlu diperhatikan. Salah satu strategi yang biasanya digunakan investor dalam berinvestasi adalah membentuk portofolio saham.

Portofolio merupakan serangkaian kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga (Wiagustini, 2008). Tujuan investor melakukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko dalam berinvestasi. Investor dalam melakukan strategi portofolio saham terlebih dahulu membentuk dua jenis portofolio saham yaitu portofolio saham *winner* dan portofolio saham *loser*. Portofolio saham *winner* merupakan kelompok saham-saham yang memiliki *return* positif atau *return* di atas rata-rata, sedangkan portofolio saham *loser* merupakan kelompok saham-saham yang memiliki *return* negatif atau *return* di bawah rata-rata. Kemudian dari hasil strategi portofolio ini dianalisis oleh para investor untuk membuat keputusan investasi. Analisis yang dapat digunakan meliputi analisis fundamental dan analisis teknikal.

Penggunaan analisis teknikal di Bursa Efek Indonesia dari tahun ke tahun semakin meningkat seiring semakin bertambahnya temuan dan penelitian-penelitian mengenai teknik analisis yang dianggap baru, menarik untuk dilakukan dan dapat memberikan *return* yang tinggi. Para pelaku pasar modal semakin menyadari bahwa harga saham yang terbentuk di pasar tidak bergerak secara *random*. Namun, harga-harga tersebut membentuk pola-pola yang

dapat teridentifikasi dan cenderung untuk terulang kembali pada periode berikutnya. Para investor menggunakan informasi dari pola-pola tersebut untuk meraih keuntungan dari investasi yang mereka lakukan di Bursa Efek Indonesia (Susanto dan Sabardi, 2010, Fatkhurrokhim dan Sundiman, 2015).

Analisis teknikal yang dilakukan para pelaku pasar sebagai salah satu penentu pengambilan keputusan investasi ini menjadi pemikiran dan kegiatan yang tidak sejalan dengan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) karena merupakan teori yang kontroversial. Di dalam artikel klasik yang dikemukakan Fama (1970) mengenai *Efficient Market Hypothesis* (EMH) mendefinisikan bahwa pasar efisien sebagai pasar sekuritas yang harganya mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan di dalam pasar tersebut. *Efficient Market Hypothesis* (EMH) dalam bentuk yang paling kuat (*strong form*) mengesampingkan kemungkinan adanya sistem perdagangan atau strategi investasi yang dapat menghasilkan keuntungan yang abnormal, yang artinya bahwa tidak ada investor yang mampu mengalahkan pasar secara konsisten (Frensidy, 2009).

Konsep pasar seperti ini mendapat tantangan dari berbagai pihak dengan melakukan penelitian untuk membuktikan kebenaran dari adanya konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) tersebut. Dari hasil penelitian yang diperoleh ternyata ditemukan bahwa pasar tidak selalu efisien, terutama setelah dapat dideteksinya banyak anomali yang muncul di pasar saham seperti *January effect*, *size effect*, *days of the week*, *month of the year*, *end of December*, *turn of the month holiday effect*, *semi month of the year*, *week of the month*, *week day of the month* (Hansen and Lunde, 2003) dan termasuk juga anomali *winner-loser* yang didasari oleh konsep *Market Overreaction Hypothesis*.

De Bondt dan Thaler (1985) sebagai pengemuka teori *Market Overreaction Hypothesis* menyatakan bahwa pasar hanya menggunakan informasi terbaru (kinerja saham) yang diperoleh untuk memproyeksikan kinerja saham di masa yang akan datang. De Bondt dan Thaler (1985) juga mengemukakan bahwa pasar cenderung bereaksi secara berlebihan dalam menanggapi informasi baru yang baik (*good news*) maupun informasi yang tidak baik (*bad news*). Hal tersebut menunjukkan ketidakefisienan pasar dan bertentangan dengan konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH). Hipotesis *overreaction* ini menjadi penyebab terjadinya *anomaly winner-loser*, yaitu saham yang pada awalnya (*formation periode*) memperoleh tingkat *return* positif (*winner*) atau negatif (*loser*) akan mengalami pembalikan (*reversal*) pada periode berikutnya. Berkaitan dengan anomali *winner-loser*, dengan adanya *return reversal* yang dialami oleh saham-saham *winner* dan *loser* tersebut maka muncul strategi investasi kontrarian.

Sesuai dengan namanya, strategi investasi kontrarian memanfaatkan kesalahan banyak investor pemula yang baru terjun ke pasar modal akibat perilaku ikut-ikutan (*herd behaviour*) dengan cara mengambil posisi melawan pasar. Artinya, pada saat para pelaku pasar sedang demam *euforia* beli saham, penganut kontrarian justru *wait and see*. Pada waktu yang dianggap tepat (bila harga-harga diperkirakan terlalu tinggi akibat aksi beli berlebihan dari investor yang sekedar ikut-ikutan), investor kontrarian justru akan menjual saham-saham yang dimilikinya atau melakukan *short sell* (jual tekor). Jadi intinya, *buy low sell high* (beli murah, jual mahal). Investor kontrarian melakukan aksi beli pada saat harga-harga saham sudah turun banyak. Saat ini biasanya para investor pemula yang terjebak dalam perilaku ikut-ikutan sedang ketakutan dan ramai-ramai menjual saham yang mereka miliki.

Berbeda dengan strategi investasi kontrarian, strategi investasi yang lainnya adalah strategi investasi momentum. Strategi investasi momentum secara sederhana yaitu membeli saham pemenang masa lalu dan jual saham pecundang (Jegadeesh dan Titman, 1993). Investor dalam strategi momentum akan mencari dan memanfaatkan momentum pergerakan saham atau waktu yang tepat dengan harapan pergerakan tersebut terus berlanjut pada periode berikutnya. Investor momentum akan membeli pada saat harga sedang mengalami momentum naik dengan harapan momentum gerak naik ini akan terus berlanjut di masa depan dan menjual kembali saat momentumnya telah berhenti dan berbalik arah. Berdasarkan

karakteristik strategi ini, para pengamat sering menjuluki strategi ini dengan *buy high sell higher* (beli mahal, jual lebih mahal lagi).

Dalam beberapa penelitian terdahulu menyebutkan eksistensi efek momentum pada *return* saham. Saham-saham di pasar yang berkinerja unggul (*outperform*) di atas rata-rata *return* saham selama beberapa bulan di masa lalu akan cenderung berkinerja lebih baik daripada rata-rata saham pada bulan-bulan di masa depan. Sebaliknya, saham-saham yang memiliki kinerja di bawah (*underperform*) rata-rata *return* saham pada bulan-bulan di masa lalu, maka pada bulan-bulan berikutnya di masa yang akan datang akan cenderung berkinerja lebih buruk dibandingkan rata-rata saham. Dengan menggunakan data setelah tahun 1940 pada saham yang diperdagangkan di New York *Stock Exchange* (NYSE) dan American *Stock Exchange* (AMEX), Jegadeesh dan Titman (1993) melaporkan hasil penelitiannya bahwa strategi momentum tanpa biaya transaksi (*zero-cost*) dengan membeli saham *winner* dan menjual saham *loser* di masa lalu menghasilkan rata-rata profit yang signifikan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Rouwenhorst (1998) juga menemukan bukti yang serupa pada saham-saham yang diperdagangkan di pasar modal Eropa.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) dan Rouwenhorst (1998). Dalam penelitian yang dilakukan oleh De Bondt dan Thaler (1985) untuk menguji *return reversal* yang disebabkan oleh *over* reaksi pasar dengan anomali *winner-loser* menemukan bahwa portofolio *loser* secara signifikan mengungguli portofolio *winner*. Eksistensi dari pola *over* reaksi juga ditemukan di pasar modal Indonesia yaitu dari penelitian yang dilakukan oleh Kusumawardani (2001) yang menunjukkan adanya bukti pengaruh reaksi berlebihan investor terhadap *price reversal* dan adanya keuntungan abnormal. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Bildik dan Gulay (2004) menemukan portofolio *loser* mengungguli portofolio *winner*, sesuai dengan *overreaction hypothesis* dan berkesimpulan bahwa strategi investasi kontrarian lebih baik diterapkan di Pasar Modal Istanbul daripada strategi investasi momentum.

Dengan penelitian ini kita dapat menemukan pola-pola yang terbentuk dari strategi investasi yang dilakukan di pasar modal. Terutama pada saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan berkapitalisasi besar yaitu saham-saham yang terdaftar dalam indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Semua jenis saham yang telah berhasil masuk dalam nominasi kriteria baik seperti LQ45 tersebut tidak mutlak menguntungkan bagi para investor. Dengan teridentifikasinya pola tersebut cenderung terulang kembali di pasar modal sehingga dapat digunakan oleh para investor untuk berinvestasi dan menghasilkan keuntungan di Bursa Efek Indonesia. Untuk menemukan pola-pola yang dibentuk oleh strategi investasi ini guna memperoleh *return* saham tersebut maka dilakukan penelitian ini.

Hipotesis Penelitian

1. Hipotesis terjadinya *Reversal*

Hipotesis terjadinya *reversal* (pembalikan) untuk jangka periode pengujian terpendek yaitu 1 bulanan dan jangka terpanjang dengan periode pengujian selama 36 bulan terhadap portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio *winner* (*abnormal return* yang positif) akan mengalami pembalikan (*reversal*) menjadi *loser* (*abnormal return* yang negatif) jika terjadi *overreaction*.

2. Hipotesis terjadinya momentum

Untuk hipotesis selanjutnya terjadinya momentum untuk periode pengujian portofolio *winner-loser* jangka menengah yaitu 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan. Portofolio *winner* (*abnormal return* yang positif) akan tetap menjadi portofolio *winner* (momentum) dan sebaliknya jika terjadi *underreaction* di pasar modal.

Metode Penelitian

Jenis dan Sumber data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu

1. Daftar 45 perusahaan yang tercatat dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode Oktober 2009-Februari 2016. Data tersebut diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia : *www.idx.co.id* dan *www.sahamok.com*
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan dan Indeks Harga Saham Individual (IHSI) bulanan selama periode penelitian dari Oktober 2009-Februari 2016. Data tersebut diperoleh melalui *finance.yahoo.com*

Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat dalam Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode Oktober 2009-Februari 2016. Sedangkan pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan *purposive sampling*. Sampel yang digunakan mempunyai kriteria yaitu saham yang termasuk dalam indeks LQ45 dalam rentang periode Oktober 2009 - Februari 2016 sesuai dengan periode 6 bulanan pada periode formasi portofolio *winner-loser* pada periode masing-masing pengujian yaitu periode pengujian 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, 12 bulan dan 36 bulan. Untuk setiap periode pengujian maupun periode formasi pembentukan portofolio *winner-loser* terdiri dari 36 periode yang ditarik dari batas akhir bulan pengujian yaitu Februari 2016. Kriteria kedua adalah yang memiliki IHSI (Indeks Harga Saham Individual) setiap akhir bulan yang lengkap sesuai periode 6 bulanan pada periode formasi antara Oktober 2009-Februari 2016.

Teknik Analisis Data

Analisis data secara umum dibagi menjadi dua tahap yang terpisah berdasarkan periodenya, yaitu tahap pembentukan (formasi) portofolio saham *winner-loser* dan tahap pengujian portofolio saham *winner-loser* yang sebelumnya telah ditentukan pada periode formasi. Masing-masing periode baik periode formasi maupun periode pengujian yang terdiri dari 36 periode.

Tahap 1: Periode Formasi Portofolio

1. Menghitung *return* saham *i* bulanan ($R_{i,t}$) selama 6 bulan pada formasi pembentukan portofolio.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Dimana :

$R_{i,t}$ = *Return* Saham *i* pada Bulan ke-*t*

$P_{i,t}$ = Harga Penutupan Saham *i* pada bulan ke-*t*

$P_{i,t-1}$ = Harga Penutupan Saham *i* pada Bulan ke-*t-1*

2. Menghitung *cummulative return* saham *i* pada periode *t* ($CR_{i,t}$). Panjang periode *return* bulanan (*t*) yang dikumulatikan adalah 6 bulan.

$$CR_{i,t} = \sum_{t=1}^6 R_{i,t}$$

3. $CR_{i,t}$ setiap saham *i* tersebut, diurutkan secara *descending*, yaitu nilai $CR_{i,t}$ terbesar berada di urutan atas dan nilai terkecil berada di urutan bawah. Kemudian urutan $CR_{i,t}$ dari

seluruh saham yang diranking tersebut dibuat menjadi dua kelompok (portofolio) yang didasarkan kriteria sebagai berikut:

- Kelompok saham yang pertama adalah portofolio saham *winner* dan kelompok ke-2 adalah portofolio saham *loser*.
- Untuk sampel saham-saham *winner* (atau disebut juga sebagai portofolio *winner*), dipilih saham-saham yang termasuk dalam sepuluh $CR_{i,t}$ teratas sedangkan untuk sampel saham-saham *loser* (atau disebut juga sebagai portofolio *loser*) ditentukan saham-saham yang termasuk dalam sepuluh $CR_{i,t}$ terbawah.

Tahap 2 : Periode Pengujian Portofolio

- Menghitung *return* bulanan ($R_{i,t}$) khusus untuk saham-saham portofolio *winner* dan *loser* yang telah ditentukan pada periode formasi, dengan menggunakan harga saham selama masing-masing periode pengujian bulanan yang terdiri dari pengujian 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, 12 bulan dan 36 bulan. Kemudian menghitung *return* pasar bulanan ($R_{m,t}$) yang disesuaikan dengan periode pengujian.

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

- Menghitung *abnormal return* setiap saham-saham *winner* dan *loser* ($AR_{W,t}$ dan $AR_{L,t}$) pada masing-masing periode pengujian. *Abnormal Return* adalah selisih antara *return* bulanan saham i dengan *return* pasar bulanan pada bulan dimana *return* saham i diukur.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

- Menghitung *Average Abnormal Return* untuk setiap portofolio baik *winner* dan *loser* untuk masing-masing periode pengujian.

$$Average\ AR_{W,t} = \frac{\sum_{n=1}^{10} AR_{W,t}}{10}$$

$$Average\ AR_{L,t} = \frac{\sum_{n=1}^{10} AR_{L,t}}{10}$$

- Menghitung *Average Cumulative* dari *Average Abnormal Return* (ACAR) untuk setiap portofolio baik *winner* (ACAR_W) dan *loser* (ACAR_L) untuk setiap periode pengujian.

$$ACAR_W = \left[\prod_{t=1}^{36} (1 + Average\ AR_{W,t}) \right]^{1/36} - 1$$

$$ACAR_L = \left[\prod_{t=1}^{36} (1 + Average\ AR_{L,t}) \right]^{1/36} - 1$$

- Kemudian menghitung selisih antara ACAR_W dan ACAR_L masing-masing periode pengujian yaitu pengujian 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, 12 bulan dan 36 bulan. Kemudian hipotesis masing-masing periode pengujian diuji tingkat signifikansinya. Pengujian hipotesis dengan menggunakan fungsi TTEST pada *Microsoft Office Excel* dengan uji beda teknik *paired sample t-test*.
- Setelah mendapatkan hasil signifikansinya, kemudian menarik kesimpulan mengenai penerimaan dan penolakan hipotesis untuk masing-masing periode pengujian dengan cara membandingkan kriteria tingkat keyakinan $\alpha = 5\%$ dengan hasil tingkat signifikansi pengujiannya.

Hipotesis Statistik

- $H_0 : ACAR_{W1} - ACAR_{L1} \geq 0$
 $H_1 : ACAR_{W1} - ACAR_{L1} < 0$

Hipotesis pertama untuk periode pengujian 1 bulan terhadap portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio *winner* (*abnormal return* yang positif) akan mengalami pembalikan (*reversal*) menjadi *loser* (*abnormal return* yang negatif) jika terjadi *overreaction*. *Reversal* terjadi jika

selisih antara $ACAR_{W1}$ dengan $ACAR_{L1} < 0$, maka pola *reversal* signifikan dan H_1 diterima. Dengan demikian pola *reversal* ditemukan dalam periode pengujian jangka pendek yaitu 1 bulan pada portofolio *winner-loser*.

2. $H_0 : ACAR_{W3} - ACAR_{L3} \leq 0$
 $H_1 : ACAR_{W3} - ACAR_{L3} > 0$
3. $H_0 : ACAR_{W6} - ACAR_{L6} \leq 0$
 $H_1 : ACAR_{W6} - ACAR_{L6} > 0$
4. $H_0 : ACAR_{W12} - ACAR_{L12} \leq 0$
 $H_1 : ACAR_{W12} - ACAR_{L12} > 0$

Untuk hipotesis kedua, ketiga dan keempat adalah untuk periode pengujian portofolio *winner-loser* jangka menengah yaitu 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan. Portofolio *winner* (*abnormal return* yang positif) akan tetap menjadi portofolio *winner* (momentum) dan sebaliknya jika terjadi *underreaction* di pasar modal. Momentum terjadi jika selisih antara $ACAR_{W,t}$ dengan $ACAR_{L,t} > 0$, maka pola momentum signifikan dan H_1 diterima. Dengan demikian pola momentum ditemukan dalam periode pengujian jangka menengah yaitu periode 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan pada portofolio *winner-loser*.

5. $H_0 : ACAR_{W36} - ACAR_{L36} \geq 0$
 $H_1 : ACAR_{W36} - ACAR_{L36} < 0$

Hipotesis kelima untuk periode pengujian 36 bulan terhadap portofolio *winner* dan *loser*. Portofolio *winner* (*abnormal return* yang positif) akan mengalami pembalikan (*reversal*) menjadi *loser* (*abnormal return* yang negatif) dalam periode pengujian 36 bulanan akibat *overreaction*. *Reversal* terjadi jika selisih antara $ACAR_{W36}$ dengan $ACAR_{L36} < 0$, maka pola *reversal* signifikan dan H_1 diterima. Dengan demikian pola *reversal* ditemukan dalam periode pengujian jangka panjang yaitu 36 bulan pada portofolio *winner-loser*.

Hasil dan Pembahasan

Hasil

Tabel 1. Average Cumulative Abnormal Return Portofolio Saham Winner dan Saham Loser

Periode Pengujian	$ACAR_W$	$ACAR_L$	$ACAR_W - ACAR_L$	t-test
1 Bulan	-0,522%	-0,538%	0,016%	0,95500
3 Bulan	-0,254%	-3,201%	2,948%	0,11058
6 Bulan	-0,725%	-9,084%	8,358%	0,00572
12 Bulan	-8,588%	-22,431%	13,843%	0,00052
36 Bulan	-29,350%	-54,690%	25,340%	0,00002

Sumber: Data diolah, 2016

Pembahasan

Pengujian H_1 : Terdapat Pola *Reversal* pada Periode Pengujian 1 Bulan

Reversal adalah pembalikan saham-saham yang telah mempunyai kinerja baik (saham *winner*) pada periode yang akan datang mengalami pembalikan (*reversal*) menjadi saham yang memiliki kinerja buruk (saham *loser*) dan sebaliknya saham yang pada periode ini memiliki kinerja buruk (saham *loser*) akan menjadi perusahaan dengan kinerja baik (saham *winner*), De Bondt dan Thaler (1985). *Reversal* ini bisa terjadi disebabkan oleh aksi berlebihan dari para investor (*overreaction*). Dan untuk pola *reversal* ini biasanya ditemukan di periode jangka pendek dan jangka panjang. Seperti tampak pada tabel 1 untuk periode pengujian jangka pendek 1 bulanan, *Average Cumulative Abnormal Return* yang dihasilkan pada portofolio

saham *Winner* adalah sebesar -0,522% dan pada portofolio saham *Loser* sebesar -0,538%. Dari hasil tersebut diketahui selisih antara $ACAR_{W1}-ACAR_{L1}$ adalah sebesar 0,016%. Selisih tersebut mendukung H_0 yaitu $ACAR_W-ACAR_L \geq 0$ dan membuktikan bahwa H_1 ditolak. Dan kemudian hasil tersebut diuji secara statistik menggunakan uji beda teknik *paired sample t-test*. Dan setelah diuji hasil signifikasi sebesar 0,95500. Jadi, hasil signifikan mendukung hasil selisih antara portofolio *winner-loser* periode pengujian 1 bulan, H_1 ditolak dan hasil *t-test* tidak signifikan karena $p\text{ value} > 5\%$ ($0,95500 > 0,05$).

Dengan demikian, melihat dari selisih *Average Cumulative Abnormal Return* antara portofolio *winner* dan *loser* maupun secara statistik pola *reversal* tidak ditemukan dalam periode pengujian *winner-loser* 1 bulan. Pada periode pengujian 1 bulan ini justru pola yang terbentuk bergerak secara acak (*random walk*) seperti yang dikemukakan oleh Fama (1970). Akibat pola *random walk* yang terbentuk maka akan meningkatkan resiko lebih besar dalam berinvestasi di pasar modal karena harga bergerak naik turun tanpa ada pola yang pasti.

Pengujian H_2 : Terdapat Pola Momentum pada Periode Pengujian 3 Bulan

Pola momentum diprediksi dapat ditemukan di jangka menengah 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan. Momentum terjadi apabila saham yang memiliki kinerja baik (saham *winner*) pada periode ini akan tetap memiliki kinerja yang baik pada periode yang akan datang (saham *winner*) dan sebaliknya saham yang memiliki kinerja buruk (saham *loser*) akan tetap memiliki kinerja yang buruk (saham *loser*) pada periode berikutnya (Jagadeh dan Titman, 1993).

Seperti pada penelitian periode pengujian 3 bulan yang dilakukan, *Average Cumulative Abnormal Return* yang dihasilkan pada portofolio saham *Winner* adalah sebesar -0,254% dan pada portofolio saham *Loser* sebesar -3,201%. Dari hasil yang diperoleh maka selisih antara $ACAR_{W3}-ACAR_{L3}$ adalah sebesar 2,984%. Jika melihat dari selisih yang dihasilkan, maka akan sesuai dengan hipotesis kedua yang dikemukakan yaitu pada periode jangka menengah yakni pengujian 3 bulan terdapat pola momentum. Selisih yang diperoleh antara $ACAR_W-ACAR_L > 0$. Namun, hal tersebut diuji kembali secara statistik menggunakan uji beda teknik *paired sample t-test*. Setelah diuji hasil signifikasi sebesar 0,11058. Hasil tersebut tidak signifikan. Jadi, H_1 ditolak karena $p\text{ value} > 5\%$ ($0,11058 > 0,05$).

Dengan demikian secara statistik pola momentum tidak ditemukan dalam periode pengujian *winner-loser* 3 bulan walaupun dari selisih *Average Cumulative Abnormal Return* antara portofolio *winner* dan *loser* menghasilkan hasil > 0 , namun selisih tersebut tidak signifikan untuk menjelaskan adanya perbedaan rata-rata antara portofolio *winner* dan portofolio *loser* periode pengujian 3 bulan dan adanya pola momentum yang terjadi pada periode pengujian tersebut.

Pengujian H_3 : Terdapat Pola Momentum pada Periode Pengujian 6 Bulan

Seperti pada periode pengujian 3 bulan pada periode pengujian 6 bulan akan ditemukan pola momentum juga. Saham *winner* akan tetap menjadi saham *winner* dan sebaliknya. Seperti tampak pada tabel 1 pada periode pengujian 6 bulan, *Average Cumulative Abnormal Return* yang dihasilkan pada portofolio saham *Winner* adalah sebesar -0,725% dan pada portofolio saham *Loser* sebesar -9,084%. Dari hasil yang diperoleh maka selisih antara $ACAR_{W6}-ACAR_{L6}$ adalah sebesar 8,358%. Jika melihat dari selisih yang dihasilkan, maka akan sesuai dengan hipotesis ketiga yang dikemukakan yaitu pada periode jangka menengah pada pengujian 6 bulan terdapat pola momentum. Selisih yang diperoleh antara $ACAR_W-ACAR_L > 0$. Namun, hal tersebut diuji kembali secara statistik menggunakan uji beda teknik *paired sample t-test*. Setelah diuji hasil signifikasi sebesar 0,00572. Jadi, H_1 diterima karena $p\text{ value} < 5\%$ ($0,00572 < 0,05$).

Dengan demikian secara statistik dan melihat dari selisih antara portofolio *winner* dan *loser*, pada periode pengujian 6 bulan ditemukan pola momentum. Para investor menunjukkan sikap *underreaction* pada periode pengujian 6 bulanan sehingga membentuk pola momentum.

Setelah 6 bulan saham *winner* dipegang oleh investor, saham *winner* tersebut tetap menjadi saham *winner* walaupun *return* tersebut masih kalah dengan *return* yang dihasilkan oleh IHSG. Walaupun demikian, melalui penemuan pola momentum di periode pengujian 6 bulan ini, para investor dapat melakukan investasi pada portofolio saham *winner* sehingga memberikan keuntungan yang lebih maksimal.

Pengujian H₄ : Terdapat Pola Momentum pada Periode Pengujian 12 Bulan

Pada periode pengujian 12 bulan yang merupakan jangka menengah, sesuai dengan yang dikemukakan teoritis akan ditemukan pola momentum juga. Tampak dari hasil tabel 1 pada periode pengujian 12 bulan *Average Cumulative Abnormal Return* yang dihasilkan pada portofolio saham *Winner* yaitu sebesar -8,588% dan pada portofolio saham *Loser* sebesar -22,431%. Dari hasil yang diperoleh maka selisih antara $ACAR_{W12} - ACAR_{L12}$ adalah sebesar 13,843%. Jika melihat dari selisih yang dihasilkan, maka akan sesuai dengan hipotesis keempat yang dikemukakan yaitu pada periode jangka menengah pada pengujian 12 bulan terdapat pola momentum. Selisih yang diperoleh antara $ACAR_W - ACAR_L > 0$. Namun, hal tersebut kemudian diuji kembali secara statistik menggunakan uji beda teknik *paired sample t-test*. Setelah diuji hasil signifikasi sebesar 0,00052. Jadi, H₁ diterima karena $p\text{ value} < 5\%$ ($0,00052 < 0,05$). Dengan demikian secara statistik dan dari selisih antara portofolio *winner* dan *loser*, pada periode pengujian 12 bulan juga ditemukan pola momentum.

Pengujian H₅ : Terdapat Pola Reversal pada Periode Pengujian 36 Bulan

Untuk periode pengujian 36 bulanan yang merupakan periode terakhir yang diteliti juga dihipotesiskan bahwa akan ditemukan pola *reversal*. Karena periode 36 bulan ini termasuk dalam jangka panjang dan sesuai dengan yang dikemukakan teoritis, saham yang menjadi saham *winner* akan mengalami pembalikan pada periode jangka panjang menjadi saham *loser* dan sebaliknya.

Pada tabel 1 di atas, *Average Cumulative Abnormal Return* periode pengujian 36 bulan yang dihasilkan pada portofolio saham *Winner* adalah sebesar -29,350% dan pada portofolio saham *Loser* sebesar -54,690%. Dari hasil tersebut diketahui selisih antara $ACAR_{W36} - ACAR_{L36}$ adalah sebesar 25,340%. Selisih tersebut mendukung H₀ yaitu $ACAR_W - ACAR_L \geq 0$ dan membuktikan bahwa H₁ ditolak. Dan kemudian hasil tersebut diuji secara statistik menggunakan uji beda teknik *paired sample t-test*. Dan setelah diuji hasil signifikasi sebesar 0,00002. Dari hasil signifikan menunjukkan hasil selisih antara portofolio *winner-loser* periode pengujian 36 bulan adalah signifikan, H₀ diterima karena $p\text{ value} < 5\%$ ($0,00002 < 0,05$). Jadi, dari hasil yang telah didapat dikemukakan bahwa pada periode pengujian portofolio *winner* dan *loser* 36 bulan tidak terdapat pola *reversal*.

Dari hasil signifikan mendukung H₀ dan dan hasil selisih antara saham *winner* dan saham *loser* mendukung adanya pola momentum pada periode pengujian 36 bulan. Maka yang ditemukan di periode pengujian 36 bulan adalah pola momentum. Memang pada dasarnya perusahaan-perusahaan yang mempunyai aspek fundamental yang kuat dan tentunya mempunyai kinerja yang baik setelah 36 bulan ke depan akan tetap mempunyai kinerja yang baik, saham *winner* tetap menjadi saham *winner* (momentum). Oleh sebab itu setelah dilakukan penelitian, pola momentum tersebut memang terbukti ditemukan di periode 36 bulan khususnya di Indeks LQ45.

Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan pengujian dan pembahasan sebelumnya, maka kesimpulan yang dapat dikemukakan dari penelitian ini adalah:

1. Pada periode pengujian jangka pendek yaitu 1 bulan tidak ditemukan pola *reversal*. Kemungkinan pola yang terbentuk adalah *random walk* (acak).
2. Pada periode pengujian jangka menengah untuk periode 3 bulan menghasilkan *return* positif dan tidak signifikan. Pada periode 3 bulan ini tidak ditemukan pola momentum. Sedangkan untuk periode pengujian jangka menengah lainnya yaitu periode 6 bulan dan 12 bulan menghasilkan *return* positif dan signifikan. Dari hasil tersebut ditemukan pola momentum pada periode 6 bulan dan 12 bulan.
3. Pada periode pengujian jangka panjang yaitu 36 bulan tidak ditemukan pola *reversal*. Dari hasil yang diperoleh justru ditemukan pola momentum.

Saran

Dari kesimpulan yang dikemukakan di atas, maka penulis dapat mengajukan saran-saran sebagai berikut:

1. Investor di pasar modal dapat menggunakan strategi investasi portofolio ini sebagai salah satu acuan untuk membuat portofolio sehingga dapat memperoleh keuntungan yang lebih maksimal. Melihat pada periode-periode mana saja yang ditemukan pola momentum yaitu periode 6 bulan, 12 bulan dan 36 bulan untuk melakukan portofolio sehingga menghasilkan keuntungan yang lebih maksimal. Namun, strategi ini tidak cocok diterapkan pada Indeks saham LQ45 karena walaupun ditemukan pola momentum tetapi *return* yang dihasilkan dibawah *return* IHSG.
2. Penelitian selanjutnya disarankan agar saham-saham yang dikaji dapat diperluas (tidak hanya saham yang tergabung dalam Indeks LQ45) atau saham-saham yang dikaji dapat diperluas dan dibatasi berdasarkan sektor industri tertentu saja seperti pertambangan, keuangan, pertanian dan lain sebagainya. Selain itu, memperluas kriteria yang digunakan untuk membentuk portofolio saham dalam strategi investasi ini. Diharapkan pada penelitian untuk sektor lainnya dapat ditemukan pola saham yang menguntungkan para investor dan menghasilkan *return* yang lebih tinggi dari *return* IHSG.

Daftar Pustaka

- Ansor. (2009). *Analisis Pengaruh ROA, PBV, EPS, PER, Kurs dan Suku Bunga terhadap Return Saham (Kajian Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2006-2008)*. Tesis. Semarang: Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Bodie, Z., A. Kane., and A. J. Marcus. (2002). *Investments*. Boston: McGraw Hill.
- Bodie, Z., A. Kane., and A. J. Marcus. (2011). *Investments*. Boston: McGraw Hill.
- Brav, A., & Heaton, J.B. (2002). Competing Theories of Financial Anomalies. *Review of Financial Studies* 15, 575–606.
- Campbell, R. H., Lins, K. V., & Roper, A. H. (2004). The Effect of Capital Structure When Expected Agency Costs are Extreme. *Journal of Financial Economics*, 445–460.
- Darusman, Dery. (2012). *Analisis Pengaruh Firm Size, Book To Market Ratio, Price Earning Ratio, Dan Momentum Terhadap Return Portofolio Saham*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- De Bondt, W.F.M., & R. Thaler. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal Of Finance*. Vol. 40, 793-805.
- Edi, Junjungan. (2008). *Pengujian Price Reversal Jangka Pendek Atas Penurunan Besar Harga Saham*. Skripsi. Jakarta: FISIP Universitas Indonesia.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. *Journal of Finance*. 25(2), 384-417.
- finance.yahoo.com*

- Fatkhurrokhim dan Sundiman. (2015). *pengaruh pola MACD histogram IHSG terhadap pola histogram perusahaan daftar indeks LQ 45 pada periode februari sampai dengan juli 2015 di Bursa Efek Indonesia*. DeReMa Jurnal Manajemen Vol. 10 No. 2, September 2015
- Frank J, Fabozzi. (2004). *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*. New York: Prentice Hall.
- Frensidy, Budi. (2009). *Mendayung di Tengah Badai Pasar Saham*. 11 April 2008.
- Gishan, Dissanaik. (1997). Do Stock Market Investors Overreact?. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 24, 27–50.
- Hadi, DK. (2008). *Short Contrarian Investment Strategy Analisis Pada Saham-Saham Di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi. Yogyakarta: UGM.
- Hansen, P.R., & Lunde, A. (2003). A Forecast Comparison of Volatility Models: Does Anything Beat a GARCH. *The Journal of Applied Econometrics*. 20(7), 873-889.
- Howe, J.S. (1986). Evidence on Stock Market Overreaction. *Financial Analyst Journal*, July-August, 74-77.
- Husnan, Suad. (2012). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jegadeesh, N., and Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*. 48(1), 65-91.
- Kusumawardani, Srihartati. (2001). *Analisis Reaksi Berlebihan, Efek Bid-Ask, Firm Size dan Likuiditas dalam Fenomena Price Reversal di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Semarang: Prodi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Manurung, Adler Haymans dan Frederik Priotomo. (2005). Anomali Overreaction Di BEJ: Penelitian Saham Tekstil, Retailer dan Wholesaler. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol.7(2), Desember, 109-130.
- Nugroho, B. Yulianto. (2008). Profitabilitas Strategi Momentum Di Bursa Efek Indonesia (Periode Januari 2003-Desember 2007). *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol. 12 No. 3, Desember, 175-186.
- Prakoso, Indra. (2009). *Analisis Market Overreaction yang Ditandai dengan Pembalikan Harga Jangka Pendek, Pada Saham-Saham yang Diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Rahmawati dan Tri Suryani. (2005). *Overreaction Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*. Seminar Nasional Akuntansi ke 8, Solo, 15-16 September 2005.
- Rosenberg, B dan Rudd, A. (1982). Factor-Related and Specific Returns of Common Stocks: Serial Correlation and Market Efficiency. *Journal of Finance*, May, 543-555.
- Rosenberg, Barr, Kenneth, Reid, & Ronald, Lanstein. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, 9–17.
- Rouwenhorst, K. G. (1998). International Momentum Strategies. *The Journal of Finance*. 53(1), 267-284.
- Susanto, Joko dan Agus Sabardi. (2010). *Analisis Teknikal di Bursa Efek*. Yogyakarta: Bagian Penerbitan STIE YKPN.
- Susiyanto, F. Muhammad. (1997). Market's Overreaction In The Indonesian Stock Market. *Kelola*. Vol.6, No.16.
- Swandewi, G.A.E., dan Mertha, I. M. (2013). Abnormal. Return Portofolio Winner-Loser Saham Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 5(1), 85-99.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. (2008). Profitabilitas Strategi Investasi Kontrarian di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 10, No. 2, 105-114.
- www.idx.co.id
- www.sahamok.com

Julianti, M. / Jurnal Terapan Manajemen dan Bisnis (2/2) 2016 / 57-67

- Yunita, Ellya. (2012). Analisis Overreaction Hypothesis Pada Sektor Perusahaan Properti Dan Keuangan Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia. *JUMMA*. Vol. 1, No. 5.
- Zarowin, P. (1990). Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction. *Journal of Finance and Quantitive Analysis*. Vol.25, 113-125.